

千禾味业（603027.SH）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月17日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	9.32
总市值	124.25 亿
PE-TTM	29.42
PB-MRQ	3.65

估值结果

DDM估值	价值	79.54 亿
	上行空间	-36%
	状态	高估
动态估值	价值	71.81 亿
	上行空间	-42%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ☆ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ☆ ☆

核心评级结论

千禾为零添加酱油的“领航员”，凭借2022年至2023年零添加赛道红利及先发优势，业绩实现高增。但自2024年起，由于零添加红利退潮，叠加其渠道力落后于海天，千禾业绩一路滑坡。

公司的成长空间星级较低，主要系零添加品类红利退潮，行业增速边际下滑；且公司的渠道力不及海天，未来收入的可预测性一般。盈利趋势处于中等水平，系其凭借差异化布局，当前盈利能力领先竞争者；但我们认为其后续份额有继续被挤占的可能。产业格局处于中等水平，系该行业进入壁垒不算高，但上下游议价能力较好、且替代风险较小。护城河处于中等水平，系其深耕高端赛道，净利率及ROIC水平领先竞争者，但考虑到公司受限于渠道力，被海天“后来居上”，未来其护城河存在一定被侵蚀的风险。

我们假设公司未来业绩增量来自于零添加品类在流通渠道的渗透率提升，以及食醋和料酒行业规模的扩容，当前公司处于高估状态。

我们区别于市场的观点

市场认为千禾的品牌心智强、且SKU数量领跑行业，故未来市占率有望持续提升。而我们认为千禾在零添加赛道虽具备先发优势，但海天凭借碾压式的渠道力，已实现市占率反超，千禾在渠道广度和深度上均落后于海天，后续份额仍有被挤占的可能。从千禾的业绩端看，也持续验证了我们的观点。

风险提示

若公司渠道下沉进度不及预期，未来市占率可能会被竞争对手加速挤占；若零添加品类渗透不及预期，零添加酱油的行业增速或低于预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

千禾味业主要从事高品质酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。其发展始于上游焦糖色等食品添加剂，2001年开始布局调味品业务并成功转型。自发力酱油、食醋等业务以来，公司立足西南，持续扩产、招商，同时通过产品及渠道的差异化策略（卡位零添加品类+深耕KA商超渠道）不断打开省外市场，可谓是零添加领航员。

2. 业务介绍

对于千禾味业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

酱油业务：

酱油是一种源自中国的调味品，通常由大豆、小麦、盐和水等原料制成，具有浓郁的味道，常被用于调味各种菜肴。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

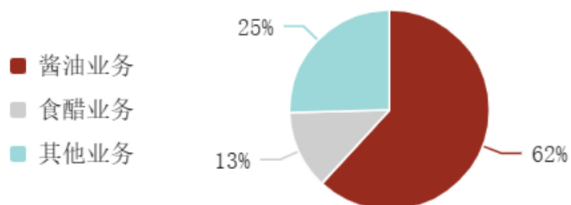
食醋业务：

食醋是指单独或混合使用各种含有淀粉、糖的物料、食用酒精，经微生物发酵酿制而成的液体酸性调味品。食醋具有酸、甜、鲜等复杂而协调柔和的风味，广泛应用于烹饪、佐餐及食品加工等领域。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他业务：

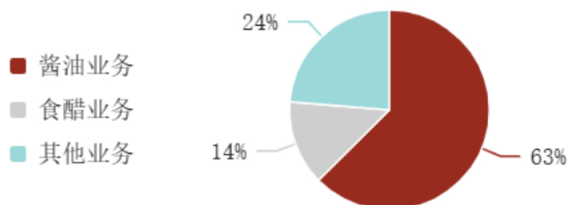
公司的其他业务主要包括料酒、食品添加剂（焦糖色）、原辅料包材等。其中料酒是指以发酵酒、蒸馏酒或食用酒精为主要原料，添加食用盐（可加入植物香辛料），配制加工而成的液体调味品，其主要功能是去腥除膻、调味增香。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的商业模式属于消费品模式，销售模式以经销为主，其客户集中度低。相较于竞争对手，千禾的资产强度较高、研发高端化水平也相对更高。一方面，千禾抢占身位领跑高端赛道，其注重紧跟消费需求，适时推出新产品。另一方面，为了加速网点开拓和渠道下沉，进一步提升铺货率，公司也不断扩建了产能。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司的资产强度较高，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重为39%，高于同行竞争者水平。公司目前有眉山工厂、柳州恒泰、潍坊恒泰、镇江金山寺4个生产基地，且仍在进行扩产中，旨在加速全国化的扩张。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发高端度处于中等水平，相较其他消费品子行业更高，2024年其人均研发费用为42.8万元。原因系公司紧跟健康饮食趋势，推出多款高端新品，如千禾松茸生抽、千禾零添加减盐酱油等，满足消费者对健康、美味、营养的需求，产品矩阵更加丰富完善。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的客户集中度低，其top5客户营收占比约为15%。公司的销售主要采取“经销为主+直销为辅”模式，其销售网络覆盖KA超市、社区生鲜及电商平台等，下游行业的集中度分散。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的供应商集中度较低，其top5供应商营收占比约为15%，公司的主要原材料为大豆、小麦及白砂糖等农副产品，集中度分散。公司的供应部根据经批准的采购计划和申购单，通常须向三家以上的供应商进行询价比价。

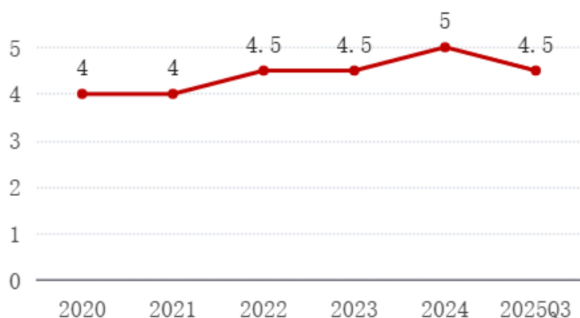
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司的成长能力处于中等水平且历史波动幅度较大；盈利能力优秀；业务控制力及股东回报能力较好。整体来看千禾在调味品细分赛道确实打出了差异化，可谓是成也“零添加”，败也“零添加”。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力整体来看较为优秀，2024年其ROE为14%，净利率为17%，领先同行水平，主要受益于原材料成本控制（主要使用豆粕而非黄豆）及高端差异化定位。另一方面，公司2025年H1的净利率有所下滑，系在外部舆论影响及竞争加剧影响下，公司加大空中费用投放，包括央视节目冠名及线上平台营销等。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



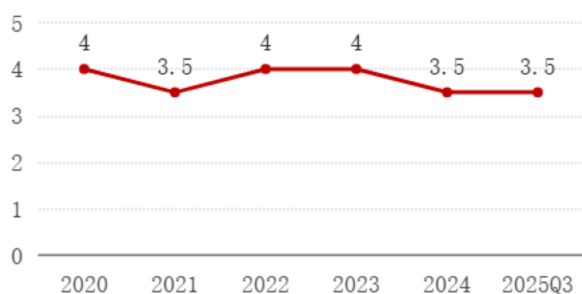
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力处于中等水平。从历史波动来看，公司2022至2023年成长能力持续上升，其中2023年公司营收增速达31.6%，系受益于零添加赛道红利及先发优势。而自2024年起，公司成长能力一路下跌，2025年H1营收增速为-17.1%，主要系零添加品类红利退潮；叠加公司市占率被强渠道力的海天反超。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



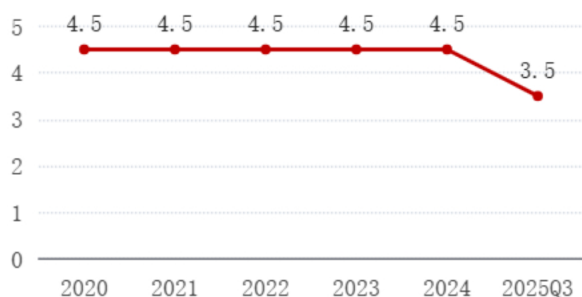
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力整体较好、且较为稳定。公司2024年的净占款/净资产比例为7%，高于同行水平，主要系其为中高端酱油龙头之一，产业链话语权较强，故上下游控制能力较好。另一方面，公司2024年的经营性现金流净额/营业总收入比例为11.0%，处于行业中等水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力维持在较高水平。分红方面，公司近年来的分红率有显著提升，2024年分红率已达100%。而股东回报星级在2025年略有下滑，主要系零添加红利减退、叠加行业竞争加剧，公司的盈利能力及周转能力均有下滑。

5. 四维评级

公司的成长空间星级较低；而盈利趋势、产业格局及护城河处于中等水平。分业务看，其酱油业务的成长空间及盈利趋势星级均低于食醋业务。虽然酱油行业的集中度相对更高，但由于零添加品类红利退潮、千禾市占率被强渠道力的海天逐步反超，公司酱油业务的收入增速大幅下滑，未来份额仍有继续被挤占的可能。

5.1 成长空间

★☆☆☆☆

公司的成长空间星级较低，其中酱油业务的成长空间相对更小，主要系其未来收入增速预计显著下降，且收入的可预测性一般。由于零添加品类红利退潮、叠加千禾陷入“重金属检测事件”负面舆情，公司的酱油业务显著承压。

酱油业务(1星)：

该业务成长空间星级很低。未来5年该业务收入CAGR预计低于5%，增速边际大幅下滑。此外，由于千禾陷入“重金属检测事件”负面舆情，后续仍有份额被挤占的可能，因此该业务收入的可预测性一般。

食醋业务(2.5星)：

该业务成长空间星级处于中等水平。一方面，考虑到食醋的各地口味偏好不一，千禾未来市占率较难得到提升，未来5年该业务收入CAGR预计低于5%。但另一方面，我国食醋行业的区域特征显著，竞争格局基本稳定，因此该业务收入的可预测性相对较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平。分业务看，其酱油业务的盈利趋势星级低于食醋业务。虽然酱油行业的集中度相对更高，但由于千禾市占率被强渠道力的海天逐步反超，叠加公司陷入“重金属检测事件”负面舆情，未来份额仍有继续被挤占的可能。

酱油业务(2星)：

该业务盈利趋势星级较低。酱油行业竞争格局较为集中（CR5约37%），公司在该行业处于中部梯队，市占率约3%。考虑到千禾市占率被强渠道力的海天逐步反超，叠加公司陷入“重金属检测事件”负面舆情，故预计其未来份额仍有继续被挤占的可能。

食醋业务(3星)：

该业务盈利趋势处于中等水平。我国幅员辽阔，诞生了四大名醋（山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋），分别辐射华北、华东、西南以及华南区域，故食醋行业的竞争格局较分散（CR5仅19%）。虽然千禾凭借高端化定位，其盈利能力在行业中较为领先；但考虑到食醋的各地口味偏好不一，其未来市占率较难得到提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局处于中等水平，系调味品行业进入壁垒不算高，但上下游议价能力较好，且替代风险较小。一方面，酱油行业C端（家庭端）具备高端化逻辑，且食品标签新国标将促使头部企业提升技术工艺，故行业内存在一定的变革风险。但另一方面，调味品为应用于餐饮、家庭的必需品类，品类被替代的风险较低。

酱油业务(3星):

该业务产业格局处于中等水平。一方面，由于酱油行业C端（家庭端）具备高端化逻辑，且食品标签新国标将促使头部企业提升技术工艺，故行业内存在一定的变革风险。但另一方面，公司的客户集中度及供应商集中度均较低，故上下游议价能力较好。

食醋业务(3星):

该业务产业格局也处于中等水平。食醋行业的进入壁垒并不算高；但行业的替代风险较低，系食醋广泛应用于烹饪、佐餐及食品加工等领域。另一方面，公司的客户集中度及供应商集中度均较低，故上下游议价能力较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河处于中等水平，其中酱油业务的护城河宽度星级高于食醋业务，系酱油业务的盈利水平相对更高，主要受益于原材料成本控制（千禾主要使用成本更低的豆粕而非黄豆）及高端差异化定位。整体来看，公司具备品牌、线下渠道及产品力护城河；但考虑到C端产品迭代创新较快，预计产品力长期被侵蚀的风险较大。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
酱油业务	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平，其经壹评级调整的ROE为27%，经壹评级调整的ROIC为26%，具有一定的超额收益。公司当前处于行业中部梯队，故市占率不算高，约为3%。业务控制力较好，且较为稳定，主要系其为中高端酱油龙头之一，产业链话语权较强，故上下游控制能力较好。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，千禾为零添加概念首创者，差异化卖点引领消费心智，预计品牌力长期被侵蚀的风险较小。其次，公司持续进行网点开拓和渠道下沉，不断提升铺货率，预计线下渠道力长期被侵蚀的风险较小。最后，考虑到酱油行业C端具备高端化逻辑，未来或有跑出高端酱油黑马的可能性，预计千禾产品力长期存在被侵蚀的风险。
食醋业务	(2星) 该业务的护城河宽度星级较低，其经壹评级调整的ROE为20%，经壹评级调整的ROIC为19%，其主打中高端差异化食醋，具有一定的超额收益。但该行业竞争格局分散，公司当前处于行业中部梯队，市占率仅2%；业务控制力也较为一般。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，千禾在品牌宣传和营销资源上主要倾斜零添加酱油，故预计食醋业务品牌力长期存在被侵蚀的风险。其次，公司的网点开拓和渠道下沉稳步推进，预计线下渠道力长期被侵蚀的风险较小。最后，考虑到C端产品迭代创新较快，故千禾产品力长期存在被侵蚀的风险。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量来自于零添加品类在流通渠道的渗透率提升，以及食醋和料酒行业规模的扩容，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，当前千禾味业处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：酱油业务、食醋业务及其他业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：酱油业务

收入假设：

1) 行业端：未来增速主要来自零添加品类在流通渠道的渗透率提升。我国酱油行业C端(家庭端)已处于成熟期，行业销量基本已无增长空间。而考虑到2025年3月食品标签新国标发布，规范了食品添加剂的标示方式，长期将驱动行业良性发展，并促使头部企业提升技术工艺。故我们参考1977至1990年日本的本酿造酱油渗透路径，预计国内酱油行业中零添加品类的渗透率仍有望小幅提升，驱动力来自从KA渠道向流通渠道的下沉。

2) 公司市占率：当前千禾市占率已被强渠道力的海天反超，叠加公司陷入“重金属检测事件”负面舆情，我们认为先发优势不敌渠道优势，预计千禾未来份额仍有继续被挤占的可能。

盈利能力假设：考虑到零添加品类红利退潮后，行业竞争加剧；且千禾在外部舆论影响下，加大了空中费用投放，我们预计盈利能力将有所下滑。

业务2：食醋业务

收入假设：

1) 行业端：行业未来驱动力为在B端（餐饮端）的渗透率提升，未来5年行业收入CAGR预计低于5%。

2) 公司市占率：我国幅员辽阔，诞生了四大名醋（山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋），分别辐射华北、华东、西南以及华南区域，故食醋行业的竞争格局较分散（CR5仅19%）、且无明显变动。考虑到食醋的各地口味偏好不一，预计千禾未来市占率较难得到提升。

盈利能力假设：考虑到千禾在外部舆论影响下，加大了空中费用投放，我们预计盈利能力将略有下滑。

业务3：其他业务（包括料酒、食品添加剂（焦糖色）及原辅料包材）

收入假设：

1) 料酒业务：料酒行业未来增速主要来自其在B端（餐饮端）的渗透率提升，未来5年行业收入CAGR预计低于5%。另一方面，由于各地料酒口味消费习惯各异，竞争格局分散（CR5仅18%）。千禾主推年份料酒系列，均主打零添加概念，但受限渠道力，近年来市占率变动不大，预计未来市占率也基本稳定。

2) 焦糖色及原辅料包材业务：在公司总营收中占比持续收窄至7%左右，并非核心业务，预计未来该业务收入占比约为5%。

盈利能力假设：一方面，考虑到公司加大费用投放；另一方面，随着低毛利率的焦糖色业务逐步剥离，业务结构有所优化。整体来看预计其他业务的盈利能力基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

千禾味业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	24.4	32.1	30.7	29.0	29.6	30.3	30.9	31.4
归母净利润(亿)	3.4	5.3	5.1	4.4	4.6	4.7	4.8	4.9
归母净利润增速(%)	55.4	54.2	-3.0	-14.9	4.9	2.4	1.4	2.1
经营性净利润(亿)	3.4	5.0	4.8	4.1	4.3	4.4	4.5	4.6
经营性净利润增速(%)	58.0	49.8	-5.5	-13.4	3.8	2.3	2.2	1.9
经营性归母净利润(亿)	3.4	5.0	4.8	4.1	4.3	4.4	4.5	4.6
经营性归母净利润增速(%)	58.0	49.8	-5.5	-13.4	3.8	2.3	2.2	1.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

酱油业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.1	20.4	19.6	17.9	18.4	18.9	19.4	19.7
收入增速(%)	28.0	34.8	-3.8	-8.8	2.6	2.8	2.9	1.6
经营性净利润(亿)	2.6	3.8	3.7	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4
经营性净利率(%)	17.1	18.8	18.9	17.1	17.3	17.3	17.3	17.3
经营性净利润增速(%)	41.6	48.7	-3.6	-17.1	3.8	2.4	2.7	1.8
食醋业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.8	4.2	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1
收入增速(%)	17.6	11.7	-12.5	0.2	3.0	2.5	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
经营性净利率(%)	14.0	16.8	17.1	15.9	16.1	16.1	16.0	16.1
经营性净利润增速(%)	64.3	33.8	-10.6	-7.1	4.6	2.1	1.8	2.3
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.5	7.4	7.4	7.4	7.4	7.5	7.5	7.6
收入增速(%)	29.3	36.4	-0.5	-0.5	0.2	2.1	-0.4	1.5
经营性净利润(亿)	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性净利率(%)	4.5	6.4	5.6	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4
经营性净利润增速(%)	1219.6	95.6	-13.1	10.4	3.3	1.3	-0.9	2.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
酱油业务	1.5%	中低	较好	较强	8.3%	11.38	3.4
食醋业务	1.0%	中低-	较好	较强	7.8%	10.37	0.6
其他业务	1.2%	中低	一般	一般	7.8%	8.74	0.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
酱油业务(亿)	16.6	28.1	44.7	8.4	-	-	53.1
食醋业务(亿)	3.0	5.0	8.0	2.7	-	-	10.7
其他业务(亿)	3.0	3.1	6.2	1.8	-	-	8.0
公司整体测算(亿)	22.7	36.2	58.9	12.9	-	-	71.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
酱油业务(亿)	33.6	15.2	48.8	8.4	-	-	57.2
食醋业务(亿)	6.5	3.2	9.6	2.7	-	-	12.3
其他业务(亿)	6.1	2.1	8.2	1.8	-	-	10.0
公司整体测算(亿)	46.2	20.4	66.7	12.9	-	-	79.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等水平。一方面，盈利预测的关键数据（行业规模及公司各渠道销量等）的披露频次仅为半年一次或者每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。且由于酱油行业零售端具备高端化逻辑、食品标签新国标将促使头部企业提升技术工艺，故公司未来市占率的预测确定性较低。但另一方面，调味品行业已处于成熟期，相关历史数据比较透明。整体来看，我们对于公司估值的确定性为中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。